

中国国航（601111.SH）

三季度净利同比下滑，中长期盈利弹性可期

优于大市

核心观点

中国国航 2024 年三季度业绩同比下滑。2024 年前三季度公司营业收入 1281.5 亿元,同比增长 21.5%,实现归母净利润 13.62 亿元,同比增长 72.1%,其中单三季度公司营业收入 486.3 亿元,同比增长 6.0%,实现归母净利润 41.4 亿元,同比下降 2.3%。

国内需求修复,客座率同比提升明显,但收益水平承压显著。2024 年三季度,公司旅客运输量、旅客周转量(RPK)、可用座公里(ASK)分别同比增长 14.4%、20.7%以及 12.5%,且分别为 2019 年同期的 141.6%、128.4%以及 130.2%;客座率恢复至 81.0%,同比提升了 5.5 pct,相较 2019 年减少了 1.2 pct。其中,国内航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 154.4%和 156.8%,国内客座率恢复至 82.4%,相较 2019 年下降了 1.3 pct;国际航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 89.3%和 92.0%。2024 年行业供给仍然过剩,导致公司收益水平表现承压,单位 RPK 营业收入为 0.62 元,同比下降 12.2%,相较 2019 年提升 0.3%。

得益于经营效率提升以及油价下跌,公司单位成本同比下降。因供需持续修复,三季度公司营业成本实现 422.8 亿元,同比增长 10.8%。得益于经营效率提升以及航油价格下降(航空煤油出厂价均价同比下降 3.6%),单位 ASK 营业成本为 0.44 元,同比下降 1.5%,相较 2019 年提升 14.2%,由于单位 RPK 营业收入同比下降幅度较大,从而导致公司毛利率同比减少 3.8 pct 至 13.1%。

风险提示:宏观经济下行,油价汇率剧烈波动,安全事故。

投资建议:维持“优于大市”评级。

考虑到 2024 年宏观经济承压、消费疲软以及国际航线恢复较慢,我们下调了客公里收益的预测,因此导致公司盈利预测下调,预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 5.5 亿元、52.6 亿元、83.9 亿元(2024-2026 年调整幅度分别为-94%/-61%/-47%),随着一揽子经济政策陆续出炉,建议关注国内航空出行需求的边际变化,中长期看好民航复苏趋势,维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	52,898	141,100	165,030	180,639	192,360
(+/-%)	-29.0%	166.7%	17.0%	9.5%	6.5%
净利润(百万元)	-38619	-1046	545	5261	8389
(+/-%)	132.1%	-97.3%	-152.0%	866.1%	59.5%
每股收益(元)	-2.66	-0.06	0.03	0.31	0.49
EBIT Margin	-73.1%	-2.9%	0.6%	2.9%	5.4%
净资产收益率(ROE)	-163.6%	-2.8%	1.0%	9.2%	12.9%
市盈率(PE)	-2.7	-110.7	223.3	23.1	14.5
EV/EBITDA	-12.7	54.1	31.9	21.2	15.9
市净率(PB)	4.40	3.11	2.42	2.22	1.97

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·航空机场

证券分析师:罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师:高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

7.33 元

总市值/流通市值

121632/121632 百万元

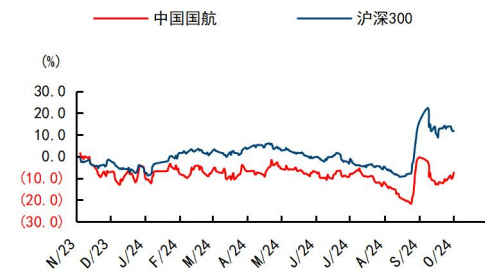
52 周最高价/最低价

8.60/6.17 元

近 3 个月日均成交额

464.83 百万元

市场走势



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国国航(601111.SH)-国泰航空投资收益带动业绩大幅修复,24 年业绩表现可期》——2024-03-31

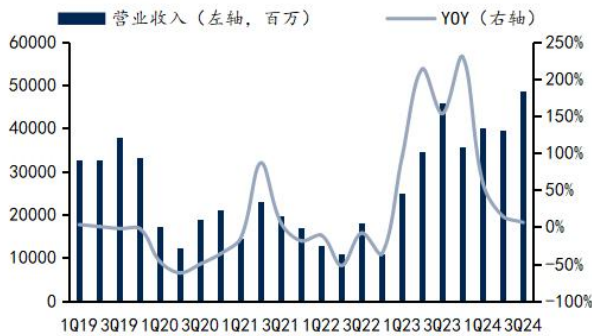
《中国国航(601111.SH)-上半年大幅减亏,民航复苏助力二季度扣非盈利》——2023-08-31

《中国国航(601111.SH)-一季度大幅减亏,继续看好未来业绩弹性》——2023-04-27

《中国国航(601111.SH)-2022 年亏损扩大,看好载旗航空业绩反转》——2023-03-31

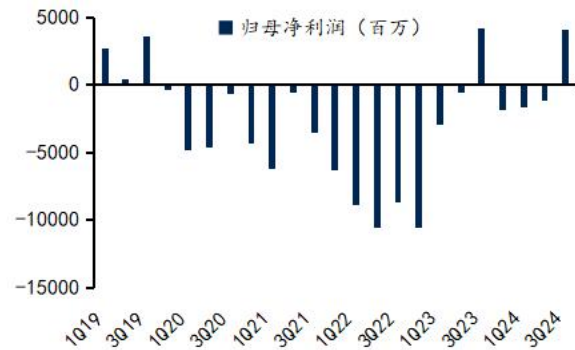
中国国航 2024 年三季度业绩同比下滑。2024 年前三季度公司营业收入 1281.5 亿元，同比增长 21.5%，实现归母净利润 13.62 亿元，同比增长 72.1%，其中单三季度公司营业收入 486.3 亿元，同比增长 6.0%，实现归母净利润 41.4 亿元，同比下降 2.3%。

图1：中国国航季度营业收入及同比增速（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

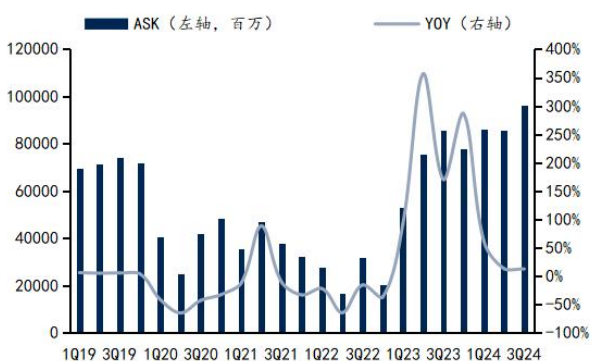
图2：中国国航季度归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

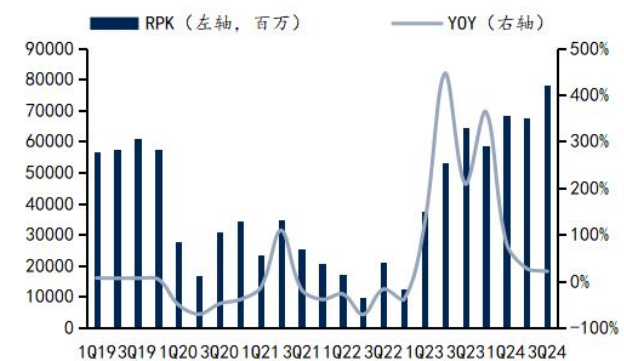
国内需求修复，客座率同比提升明显，但收益水平承压显著。2024 年三季度，公司旅客运输量、旅客周转量（RPK）、可用座公里（ASK）分别同比增长 14.4%、20.7%以及 12.5%，且分别为 2019 年同期的 141.6%、128.4%以及 130.2%；客座率恢复至 81.0%，同比提升了 5.5 pct，相较 2019 年减少了 1.2 pct。其中，国内航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 154.4%和 156.8%，国内客座率恢复至 82.4%，相较 2019 年下降了 1.3 pct；国际航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 89.3%和 92.0%。2024 年行业供给仍然过剩，导致公司收益水平表现承压，单位 RPK 营业收入为 0.62 元，同比下降 12.2%，相较 2019 年提升 0.3%。

图3：中国国航客运运投情况



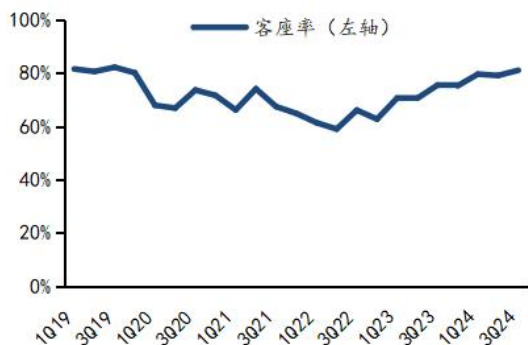
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国国航客运周转量情况



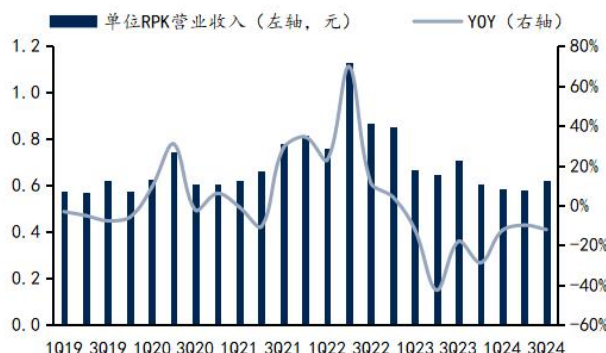
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 中国国航客座率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 中国国航季度单位 RPK 营业收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

得益于经营效率提升以及油价下跌，公司单位成本同比下降。因供需持续修复，三季度公司营业成本实现 422.8 亿元，同比增长 10.8%。得益于经营效率提升以及航油价格下降（航空煤油出厂价均价同比下降 3.6%），单位 ASK 营业成本为 0.44 元，同比下降 1.5%，相较于 2019 年提升 14.2%，由于单位 RPK 营业收入同比下降幅度较大，从而导致公司毛利率同比减少 3.8 pct 至 13.1%。

图7: 中国国航季度营业成本（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 中国国航季度单位 ASK 营业成本



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测核心假设及结果

客运收入预测相关：

- 1) 可用座公里（ASK）：今年航空供给仍然处于修复阶段，我们预测 2024-2026 年中国国航 ASK 的同比增速分别为 19.4%、7.0%、4.5%（上次预测为 14.9%、6.4%、4.3%）；
- 2) 收入客公里（RPK）：今年航空需求仍然处于修复阶段，我们预测 2024-2026 年中国国航 RPK 的同比增速分别为 29.9%、7.8%、4.6%（上次预测为 20.6%、7.2%、3.2%）；
- 3) 客公里收益：考虑到 2024 年宏观经济承压、消费较疲软，民航价格竞争较为激烈，我们预测 2024-2026 年中国国航客公里收益的同比变化分别为-11.5%、+1.3%、+1.7%

（上次预测为+0.5%、+0.4%、+1.8%）。

货运收入预测相关：

4) 可用货邮吨公里（AFTK）：得益于客运航班修复带动腹舱运力恢复，我们预测 2024-2026 年中国国航 AFTK 的同比增速分别为 29.4%、3.4%、3.4%（上次预测为 3.2%、3.0%、3.0%）；

5) 收费货邮吨公里（RFTK）：货运运力恢复拉动需求增长，我们预测 2024-2026 年中国国航 RFTK 的同比增速分别为 58.4%、6.3%、4.3%（上次预测为 6.9%、5.8%、4.2%）；

6) 货邮吨公里收入：由于今年国际航空货运价格上行，我们预测 2024-2026 年中国国航货邮吨公里收入的同比变化分别为+18.3%、+5.0%、+0.4%（上次预测为+18.3%、+4.8%、+0.4%）。

成本预测相关：

7) 单位航油成本：考虑到经营效率提升以及油价波动，我们预测 2024-2026 年中国国航单位航油成本为 0.150 元、0.149 元、0.145 元（上次预测为 0.150 元、0.149 元、0.145 元）；

8) 单位非航油成本：考虑到经营效率提升，我们预测 2024-2026 年中国国航单位非航油成本为 0.284 元、0.284 元、0.284 元（上次预测为 0.284 元、0.284 元、0.284 元）。

费用及其他预测相关：

9) 期间费用率（管理费用、销售费用、研发费用以及财务费用）：考虑到公司经营已经基本修复至正常水平以及汇率波动趋稳，我们预测 2024-2026 年中国国航期间费用率分别为 12.2%、10.7%、10.5%（上次预测为 11.89%、10.5%、10.18%）；

10) 投资收益：我们预测 2024-2026 年中国国航投资收益分别为 29.35 亿元、27.15 亿元、16.00 亿元（上次预测为 29.35 亿元、27.15 亿元、16.00 亿元）；

综上，我们预测 2024-2026 年公司归母净利润分别为 5.5 亿元、52.6 亿元、83.9 亿元（2024-2026 年调整幅度分别为-94%/-61%/-47%）。

表1：中国国航盈利预测结果

指标（百万元）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入					
航空客运	38,296	130,517	150,033	163,875	174,216
YOY	-34.3%	240.8%	15.0%	9.2%	6.3%
航空货运及邮运	10,085	4,165	7,808	8,713	9,126
YOY	-9.3%	-58.7%	87.5%	11.6%	4.7%
其他主营业务	4,517	6,419	7,189	8,052	9,018
YOY	-11.5%	42.1%	12.0%	12.0%	12.0%
合计	52,898	141,100	165,030	180,639	192,360
YOY	-29.0%	166.7%	17.0%	9.5%	6.5%
核心经营数据					
可用座公里（百万）	96,212	292,513	349,137	373,604	390,564
YOY	-36.89%	204.03%	19.4%	7.0%	4.5%
收入客公里（百万）	60,355	214,173	278,157	299,819	313,528
YOY	-42.31%	254.86%	29.9%	7.8%	4.6%
客座率	62.73%	73.22%	79.67%	80.25%	80.28%

YOY	-5.90pct	10.49pct	6.45pct	0.58pct	0.03pct
客公里收益（元）	0.6345	0.6094	0.5394	0.5466	0.5557
YOY	13.8%	-4.0%	-11.5%	1.3%	1.7%
营业成本					
航油成本	22,763	46,725	52,371	55,667	56,632
职工薪酬费用	19,614	23,414	27,931	29,888	31,245
折旧费用	19,280	24,531	27,931	29,888	31,245
其他	21,155	39,345	43,293	46,327	48,430
合计	82,812	134,015	151,525	161,771	167,552
期间费用					
管理费用	4,799	5,083	5,679	6,013	6,388
销售费用	3,530	5,333	6,238	6,934	7,302
财务费用	10,335	7,453	7,759	6,057	6,164
研发费用	244	373	437	361	385
盈利结果					
投资收益	-27	3,047	2,935	2,715	1,600
税前利润	-45,880	-1,660	540	6,285	10,243
所得税	-704	-91	54	629	1,024
少数股东权益	-6,556	-523	-58	396	830
归母净利润	-38,619	-1,046	545	5,261	8,389

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

估值比较

现阶段，航空公司的下游需求以及经营效率仍处于修复阶段，叠加未来几年我国民航客运供给增速又明显放缓，我们预计 2025-2026 年我国民航客运供需将逐步达到平衡，届时航空公司业绩也将恢复至正常水平，且确定性较高，因此目前可以对比航空公司 2026 年的远期 PE 估值。以 2026 年净利润为基数，中国国航与可比公司（南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空）的 PE 水平基本位于同一区间（10~15 倍 PE）。

表2：中国国航与同类公司估值比较（数据截至 10 月 31 日收盘）

代码	简称	净利润预测（亿元）			PE 估值		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601111.SH	中国国航	5.45	52.61	83.89	223.3	23.1	14.5
600029.SH	南方航空	4.1	46.4	81.1	271.9	24.0	13.7
600115.SH	中国东航	7.02	53.58	84.81	122.0	16.0	10.1
601021.SH	春秋航空	29.31	36.39	43.56	18.3	14.8	12.3
603885.SH	吉祥航空	15.38	22.94	27.87	18.2	12.2	10.1

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

投资建议：维持“优于大市”评级

考虑到 2024 年宏观经济承压、消费疲软以及国际航线恢复较慢，我们下调了客公里收益的预测，因此导致公司盈利预测下调，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 5.5 亿元、52.6 亿元、83.9 亿元（2024-2026 年调整幅度分别为-94%/-61%/-47%），随着一揽子经济政策陆续出炉，建议关注国内航空出行需求的边际变化，中长期看好民航复苏趋势，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济下行，油价汇率剧烈波动，安全事故。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	11436	15628	20244	18427	19246	营业收入	52898	141100	165030	180639	192360
应收款项	1657	3186	3617	3959	4216	营业成本	82812	134015	151525	161771	167552
存货净额	2558	3683	4215	4458	4597	营业税金及附加	156	367	429	470	500
其他流动资产	6591	9835	11552	12645	13465	销售费用	3530	5333	6238	6934	7302
流动资产合计	22245	32335	39631	39492	41527	管理费用	4799	5083	5679	6013	6388
固定资产	119278	143379	147603	149389	151162	研发费用	244	373	437	361	385
无形资产及其他	4300	5817	5585	5354	5122	财务费用	10335	7453	7759	6057	6164
投资性房地产	136613	138635	138635	138635	138635	投资收益	(27)	3047	2935	2715	1600
长期股权投资	12574	15137	15337	15537	15737	资产减值及公允价值变动	(66)	(223)	(100)	(100)	(100)
资产总计	295011	335303	346791	348406	352183	其他收入	2743	5001	4074	4149	4126
短期借款及交易性金融负债	57211	61587	52573	46852	43453	营业利润	(46085)	(3324)	309	6159	10080
应付款项	11629	19095	21457	22697	23402	营业外净收支	205	1664	231	126	163
其他流动负债	23643	29635	33338	35343	36517	利润总额	(45880)	(1660)	540	6285	10243
流动负债合计	92483	110317	107368	104892	103372	所得税费用	(704)	(91)	54	629	1024
长期借款及应付债券	78062	89975	89975	89975	89975	少数股东损益	(6556)	(523)	(58)	396	830
其他长期负债	102906	99723	98723	97723	94723	归属于母公司净利润	(38619)	(1046)	545	5261	8389
长期负债合计	180969	189697	188697	187697	184697	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	273451	300015	296065	292590	288069	净利润	(38619)	(1046)	545	5261	8389
少数股东权益	(2049)	(1942)	(1994)	(1638)	(891)	资产减值准备	(272)	156	74	9	5
股东权益	23609	37230	52720	57455	65005	折旧摊销	8898	11760	12334	14538	15755
负债和股东权益总计	295011	335303	346791	348406	352183	公允价值变动损失	66	223	100	100	100
						财务费用	10335	7453	7759	6057	6164
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1666)	2511	2459	575	(2332)
每股收益	(2.66)	(0.06)	0.03	0.31	0.49	其它	(7402)	(4442)	(127)	347	742
每股红利	0.45	0.46	0.00	0.03	0.05	经营活动现金流	(38996)	9162	15385	20831	22659
每股净资产	1.63	2.30	2.95	3.21	3.64	资本开支	0	(35501)	(16501)	(16201)	(17401)
ROIC	-32.86%	-6.72%	-4%	-0%	2%	其它投资现金流	1	1	0	0	0
ROE	-163.58%	-2.81%	1%	9%	13%	投资活动现金流	(493)	(38062)	(16701)	(16401)	(17601)
毛利率	-57%	5%	8%	10%	13%	权益性融资	209	18393	15000	0	0
EBIT Margin	-73%	-3%	1%	3%	5%	负债净变化	23248	13909	0	0	0
EBITDA Margin	-56%	5%	8%	11%	14%	支付股利、利息	(6580)	(7531)	(54)	(526)	(839)
收入增长	-29%	167%	17%	9%	6%	其它融资现金流	669	1943	(9014)	(5721)	(3400)
净利润增长率	132%	-97%	-152%	866%	59%	融资活动现金流	34214	33093	5931	(6247)	(4239)
资产负债率	92%	89%	85%	84%	82%	现金净变动	(5274)	4193	4616	(1817)	819
股息率	5.7%	6.5%	0.0%	0.5%	0.7%	货币资金的期初余额	16710	11436	15628	20244	18427
P/E	(2.7)	(110.7)	223.3	23.1	14.5	货币资金的期末余额	11436	15628	20244	18427	19246
P/B	4.4	3.1	2.4	2.2	2.0	企业自由现金流	0	(25077)	(848)	3703	5441
EV/EBITDA	(12.7)	54.1	31.9	21.2	15.9	权益自由现金流	0	(9224)	(15914)	(7738)	(3506)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032